EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL: MEDIO SIGLO

Teresa Castaño del Riego Universidad
Complutense de Madrid

El período histórico que se contempla parte de los Acuerdos de Bretton Woods, en 1 944, cuando se configura el nuevo Sistema Monetario Internacional y llega hasta nuestros días. El artículo aborda la interrelación entre la realidad y la teoría económica como entramado interpretativo de la dinámica histórica. La evolución se presenta a través de las décadas que abarca el periodo, porque cada una de ellas presenta una problemática específica dlferenciadora. Se prescinde de exposiciones detalladas, recogidas en la amplia bibliografía sobre el tema, en favor de la línea argumental general.

INTRODUCCIÓN

El trabajo aborda la evolución del Sistema Monetario internacional (SMI) en la segunda mitad del siglo XX. El paso del tiempo ha determinado una creciente complejidad en la escena monetaria internacional. Las profundas transformaciones que el Sistema ha experimentado, las condiciones de desorden monetario que el mundo ha vivido y la falta de consenso en el tema monetario, marcan la complejidad de su evolución histórica. Esto nos obliga a hacer un esfuerzo de síntesis tratando de acertar en le selección de hechos y teorías, con el intento de interrelacionar la realidad y el análisis teórico en la evolución del SMI.

El periodo histórico analizado se presenta en cinco etapas que se corresponden con las cinco décadas del periodo, y vienen a constituir las cinco partes del trabajo.

La primera parte, dedicada al periodo de 1944-1960, está marcada por las fechas históricas de configuración del SMI (1944) y su entrada en funcionamiento (1958). Es el *período de letargo* del SMI. Un largo período transitorio que pone de manifiesto la imposibilidad de aplicar el nuevo sistema a la grave situación real del mundo de la postguerra. En la configuración del nuevo Sistema, la argumentación económica y el forcejeo político fueron los dos ejes en torno a los cuales giró su diseño. De su difícil ensamblaje resultó un sistema con contradicciones internas, cuya vulnerabilidad diagnosticaron los expertos antes de que los hechos permitieran juzgar su funcionamiento, en la conocida *trilogía de problemas de ajuste, confianza y liquidez.* Desde una perspectiva histórica hay que señalar la opción, apenas discutida, por un sistema de *paridades fijas,* aunque ajustables, que se consideraba una garantía de estabilidad.

La década de los sesenta puede considerarse como el *periodo de pleno funcionamiento* del SMI de Bretton Woods (BW). Los resultados fueron buenos, pero los síntomas de crisis eran claros. En el campo de la decisión política, los buenos resultados pesaron más que los síntomas de crisis y no se abordó en profundidad la reforma monetaria. La falta de decisión política contrasta con la atención que, desde el campo teórico, se dedica al tema de la reforma. La encomiable entrega de los expertos, que contaban a su favor con el mérito poco frecuente de la predicción cumplida, queda reflejada en un amplio abanico de *Planes de Reforma* que se formulan y discuten, fundamentalmente, en la segunda mitad de los años 60. Junto este enfoque técnico de la reforma, el campo más general del análisis teórico giraba en tomo a un problema básico: El ajuste de la Balanza de Pagos. Los modelos formales eran distintos *enfoques teóricos sobre la Balanza de Pagos* que, en definitiva, presentaban distintas vías para conseguir el equilibrio en los pagos exteriores. La teoría del tipo de cambio estaba subsumida en la teoría de la Balanza de Pagos, de donde se deduce su formulación en términos de equilibrio entre flujos.

La década de los setenta es la década de *crisis abierta* en el SMI de BW, que se rompe en sus dos pilares básicos: la no convertibilidad del dólar en oro, y el abandono de los tipos de cambio fijos. En la confrontación entre realidad y teoría, particularmente intensa en esta década, el protagonismo corresponde a los hechos: *la crisis energética* y fas *transformaciones del sistema financiero* modifican la situación económica básica. A remolque de la realidad caminarán la política, sobre la que se impone el pragmatismo, y el análisis teórico, obligado a abordar nuevos modelos interpretativos. Los modelos teóricos de los 60 eran una guía poco adecuada para ¡os acontecimientos internacionales de los años 70. Los modelos de equilibrio entre flujos fueron sustituidos, por *modelos de equilibrio entre stocks.* Desde el enfoque de mercado de activos, en la segunda mitad de los años 70 se trabaja intensamente en la formulación de modelos de determinación del tipo de cambio, que se someten a la contrastación empírica a medida que van haciendo su aparición.

La década de los ochenta presenta su problemática diferenciadora en cuatro hechos básicos: La crisis de la *deuda externa,* la evolución preocupante del *comercio internacional,* la Política Macroeconómica de EEUU y el *comportamiento del dólar* y la existencia de una reforma monetaria en marcha: *El Sistema Monetario Europeo.* En el campo del análisis teórico, la contrastación de los modelos formulados en los años 70, pone al descubierto la brecha entre predicción teórica y evidencia empírica, y esto obliga a los teóricos a abordar nuevas líneas de investigación en la formulación de modelos de determinación del tipo de cambio.

La década de los noventa es la década de la *globalización* y de las *crisis financieras.* La globalización recibe un impulso definitivo apoyada en el desarrollo de dos sectores básicos: la integración de los mercados financieros y la revolución de los medios de comunicación. Las crisis de los mercados financieros que han jalonado los años 90, han puesto de manifiesto el carácter volátil e imprevisible de los movimientos de capital, que son una amenaza del mundo globalizado. Desde el plano técnico se plantea la necesidad de una *nueva arquitectura financiera internacional,* porque la globalización ha dejado descolocados tanto a los Gobiernos como a las instituciones multilaterales. En el campo teórico se ha desarrollado un amplio debate sobre el origen y las características de las crisis financieras, pero sobre todo se analizan las *vías de contagio* financiero internacional, ante el temor de que puedan desembocar en crisis sistémica. La década finaliza con la puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea y la presencia del euro en la escena monetaria internacional, un hecho trascendental en la historia monetaria.

EL PERÍODO 1944-1960.

Este primer periodo puede considerarse como el periodo de letargo del Sistema Monetario Internacional (SMI). Está marcado por dos fechas históricas. En julio de 1944 se firmaron los *Acuerdos de Bretton Woods(BW),* en los que se diseñó el nuevo orden monetario internacional, y en otra fecha histórica, el 27 de diciembre de 1958, se declaró la *convertibilidad* externa de las principales monedas europeas. A partir de este momento se considera que empieza realmente a funcionar el nuevo Sistema . Un amplio periodo transitorio, hasta que se dieron las condiciones económicas necesarias que hicieran posible su funcionamiento real.

Este largo periodo transitorio viene a poner de manifiesto la gravedad de la situación a la que se enfrentaban los constructores de BW. En 1931 había tenido lugar el colapso del Patrón Oro. El SMI estaba prácticamente destruido, dominado por la inestabilidad del tipo de cambio, el control cambiario, las técnicas discriminatorias y los acuerdos bilaterales en el comercio y pagos exteriores. Sólo quedaba una moneda con la convertibilidad asegurada: el dólar, y la situación se caracterizaba por la *escasez de dólares* La situación se agravó con la Gran Depresión de los años 30 y la Segunda Guerra Mundial.

La situación era lo suficientemente grave para frenar cualquier intento de restaurar o parchear el Patrón Oro. El orden monetario del futuro no podía basarse en una simple reconstrucción del pasado. La realidad obligaba a los participantes en la Conferencia de BW a hacer planes para un futuro, y además, un futuro muy distante como refleja el periodo transitorio. Hay que reconocerles el valor intelectual y político de contemplar un futuro distinto.

En este largo periodo transitorio es necesario destacar la creación de la *Unión Europea de Pagos,* que a modo de sistema ortopédico preparó el camino al nuevo sistema monetario. Se creó este organismo en 1950, con el objeto de superar el bilateralismo en los pagos internacionales y cubrir así la etapa de transición entre el bilateralismo y la convertibilidad general de las monedas. Su configuración realista y de aplicabilidad inmediata hizo posible el éxito de su misión temporal. Estuvo en vigor hasta la fecha histórica de la convertibilidad (27 de diciembre de 1958) que se identificaba con el progreso de Europa hacia un sistema ordenado de comercio y pagos internacionales.

El hecho básico de este periodo son los Acuerdos de BW. Desde nuestro enfoque interpretativo, es necesario destacar cómo la argumentación económica y el forcejeo político fueron los dos ejes básicos en tomo a los cuales giró el diseño del nuevo SMI. Desde el mismo momento de su configuración se puede advertir el peso de la realidad, la política y la teoría económica como tres ingredientes básicos. De su difícil ensamblaje resultó un Sistema ambiguo, con contradicciones internas, cuya vulnerabilidad diagnosticaron los expertos en la conocida trilogía de problemas de ajuste, confianza y liquidez. Diagnóstico que, como veremos, vinieron a confirmar los hechos de las repetidas crisis monetarias.

La aportación desde el campo teórico estuvo espléndidamente representada por J. M. KEYNES, en lo que puede considerarse su última contribución a la solución de los problemas de la economía abierta en un mundo interdependiente. *El Plan KEYNES,* documento básico en las discusiones de BW, suponía la aplicación al campo de las relaciones monetarias internacionales de sus propias teorías económicas.

El elemento político estuvo presente en la confrontación del Plan KEYNES con el *Plan norteamericano de WHITE.* Ambos planes centraron las discusiones, negociaciones y forcejeos de la Conferencia de BW que fue un diálogo esencialmente anglo-americano. Ambos planes pretendían la estabilidad y el fomento del comercio internacional, ambos compartían los mismos principios desde el punto de vista teórico, pero diferían en cuanto a su contenido e instrumentación.

Las discrepancias giraron en torno a las *tres cuestiones básicas* que deben abordarse en el diseño de cualquier sistema monetario: La definición del *Patrón Monetario internacional, la liquidez* o financiación de los desequilibrios y los mecanismos de *ajuste.* En el forcejeo político se impuso la supremacía de EEUU. El predominio de su peso económico, financiero y político, está en el origen de las contradicciones y asimetrías del nuevo sistema.

Es necesario destacar el juicio al que fue sometido por economistas y expertos antes de que los hechos permitieran juzgar el funcionamiento del nuevo sistema. Fue un temprano diagnóstico, ampliamente compartido, en el que se pusieron de manifiesto, como dijimos, las cotradicciones internas y las asimetrías de los mecanismos de ajuste[1].

Desde una perspectiva histórica hay que señalar la opción por un sistema de *paridades fijas, aunque ajustables,* como elemento básico de los Acuerdos de BW. Fue una opción apenas discutida. Se consideraba una garantía de estabilidad.

Junto al establecimiento del Patrón Cambios-Oro, el sistema cambiarlo y las políticas y mecanismo de ajuste, hay que citar la creación del *Fondo Monetario Internacional* que debía asumir la responsabilidad de hacer viables los Acuerdos de BW.

LA DÉCADA DE LOS SESENTA.

La década de los sesenta puede considerarse como el periodo de *pleno funcionamiento* del SMI de BW. El funcionamiento fue bueno en cuanto a sus resultados. Su éxito quedaba reflejado en una expansión sin precedentes del comercio mundial, en un clima de creciente integración y de relativa estabilidad.

Pero si los resultados eran buenos, los síntomas de crisis eran claros y se agudizaban con el paso de los años sesenta. Las crisis ponían claramente al descubierto el defectuoso mecanismo de generación de liquidez internacional, ligado al problema de confianza de un sistema que había hecho del dólar la moneda clave de su funcionamiento.

El problema básico en esta década es la *liquidez internacional.* El dilema confianza-liquidez, como contradicción interna del Sistema, se manifestó en las *crisis del oro y del dólar,* como consecuencia de la creciente desproporción oro/dólares. Los problemas del oro estaban generados por su demanda especulativa, que determinaba las tendencias alcistas en su precio. El problema del dólar tenía su origen en la creciente desconfianza.

Al problema del oro se hizo frente con la creación del *POOL DEL ORO* en noviembre de 1962. Los países firmantes del acuerdo se comprometían a intervenir en el mercado del oro para estabilizar su precio. El Acuerdo funciona bien durante unos años pero se deshace en marzo de 1968 ante la importante comente especuladora generada a finales de 1967. Ante esta situación, los países miembros del Pool del Oro tomaron la decisión de crear el *"doble mercado",* uno libre y otro oficial, para el mercado del oro. La medida solo se puede entender desde la pretendida desmonetización del oro, porque se trataba no de dar vida a dos mercados, sino de atrofiar el mercado oficial, congelando las reservas de oro.

Para apuntalar la confianza en el dólar se firmó el *Acuerdo General de Préstamos,* con el fin de reforzar la posición prestamista del Fondo Monetario Internacional (FMI), que en base al Acuerdo puede obtener recursos de los países participantes. El Acuerdo cumplió su propósito de reforzar la posición prestamista del Fondo durante la década de los sesenta en que estuvo en vigor.

[1] La contradicción interna entre confianza y liquidez fue señalada por R. TRIFFIN, autor de referencia obligada en este punto, como "absurdo básico" del SMI, en su obra: "El oro y la crisis del dólar". Ed. FCE, México, 1962, p. 3.

En el campo de la decisión política, los buenos resultados pesaron más que los síntomas de crisis. A la política le faltó valor para llegar a las últimas consecuencias y abordar en profundidad la reforma monetaria. Se alcanzaron compromisos técnicamente viables, pero no se llegó a una solución política. Se pusieron parches a la crisis que alargaron la vida del SMI, pero no lograrían salvarlo. El SMI pudo sobrevivir, además de por las medidas que se tomaron, por otras dos circunstancias: los acuerdos SWAP entre los principales Bancos Centrales y por el mercado de eurodólares.

Sólo al final de la década se aborda una solución razonada, a largo plazo, del problema de la liquidez, con la creación de los *Derechos Especiales de Giro* (DEC) como nuevo activo de reserva internacional. Aunque su creación suponía un paso importante en la búsqueda de un Sistema que no estuviera ligado al oro, ni tampoco a la moneda de un país particular, no se llegó a desligar los DEG del dólar[2].

La falta de decisión política contrasta con la atención que desde el campo teórico se dedica al tema de *la reforma monetaria.* Contaban a su favor los expertos con el mérito poco frecuente de la predicción cumplida. Las repetidas crisis venían a confirmar su temprano diagnóstico sobre la vulnerabilidad del Sistema de Bretton Woods. Su encomiable entrega al estudio de la reforma queda reflejada en un amplio abanico de *Planes de Reforma* que se formulan y discuten fundamentalmente en la segunda mitad de los años sesenta[3].

De la abundancia de planes formulados cabe resaltar *dos aspectos.* Por un lado, existía un amplio *acuerdo en el diagnóstico académico* que centraba su preocupación en el defectuoso mecanismo de generación de liquidez internacional. A este mal básico se intentaba poner remedio desde las distintas propuestas. Por otra parte, respetaban, en su mayoría, el sistema de *tipos de cambio fijos* o ajustables. Cabe citar, como excepción, el Plan MEADE como uno de los pocos planes detallados con tipos de cambio flexibles. Esto no significa ausencia de debate académico, más teórico y menos técnico, sobre las ventajas e inconvenientes de los dos regímenes cambiarios alternativos, fijos o flexibles. Contaban los tipos de cambio flexibles con el favor académico de prestigiosos economistas como M. FRIEDMAN y H. JOHNSON que defendieron la flexibilidad cambiaría en sus ya clásicos artículos publicados en 1953 y 1969 respectivamente.

Junto al enfoque técnico que se aborda en los planes de reforma, hay que evaluar la situación más general de la Teoría Macroeconómica, que en la década de los Sesenta ya se había asentado como enfoque válido para aproximarse a una economía abierta. El campo de análisis teórico giraba en torno a un problema básico: *El ajuste de la Balanza de Pagos.* Los modelos formales eran distintos *enfoques teóricos sobre Balanza de Pagos* que, en definitiva, presentaban distintas vías para conseguir el equilibrio en los pagos exteriores, considerando el tipo de cambio como instrumento. Trataban de explicar en qué medida la variación del tipo de cambio, y, en concreto, la devaluación, podía corregir el déficit exterior. En consecuencia, la teoría del tipo de cambio estaba subsumida en la teoría de la Balanza de Pagos.

Entre los *enfoques más representativos* hay que citar: El enfoque de *elasticidades,* el enfoque del *multiplicador Keynesiano,* el enfoque *absorción,* el enfoque *"síntesis" de MEADE* y el enfoque *monetario.* Desde una perspectiva histórica hay que destacar, como hilo conductor en el análisis teórico, el enfoque absorción, porque es el embrión del enfoque monetario, y éste, a su vez, el origen de la Teoría Monetaria del tipo de cambio que se desarrollará en la década de los Setenta. Además de esta razón de continuidad en el campo del análisis económico, la importancia del enfoque monetario reside en haber sido utilizado por el Fondo Monetario Internacional para el análisis y diseño de las políticas económicas que aplica en los países que tienen problemas de Balanza de Pagos[4].

[2]Lo que se decidió en la Primera Enmienda fue que el valor de un DEG fuese el de 0,888671 gramos de oro, que era, justamente, la paridad del dólar en oro declarada al Fondo por EEUU desde que el FMI empezó a funcionar.

[3]Sobre los planes de reforma del SMI existe una abundante bibliografía, entre la que cabe destacar las obras de GRUBEL "Reforma monetaria internacional".Ed. Labor, 1970, y MACHLUP y otros:"Planes de Reforma del SMI", F.C.E., 1965.

[4]Sobre el enfoque monetario cabe destacar los trabajos de J.A. FRENKEL:"Un enfoque monetario del tipo de cambio. Aspectos doctrinales y evidencia empírica". Cuadernos Económicos de ICE, n° 17, 1981, págs. 69-93, y de H.G. JOHNSON: "El enfoque monetario de la Teoría de la Balanza dePagos". Revista Española de Economía, n° 3, 1976, págs. 283-300.

A estos enfoques tradicionales hay que añadir la aportación del *modelo MUNDELL-FLEMING*[5]. MUNDELL extrajo de la experiencia canadiense, las notables implicaciones que la movilidad del capital tenía para la política de estabilización. Al enfoque monetario de la Balanza de Pagos va a añadir el modelo MUNDELL-FLEMING una contribución básica: la integración de los mercados de activos y la movilidad del capital. El análisis se realiza a través del *modelo IS-LM* en una economía abierta. El modelo centra su propósito en investigar las implicaciones que, para la política de estabilización fiscal y monetaria, tiene un mercado mundial integrado de capitales y cómo se obtienen conclusiones opuestas en el supuesto de tipos de cambio fijos o tipos de cambio flexibles.

En resumen, los modelos teóricos de la década de los sesenta, ponían el énfasis en la creación de dinero, la financiación del déficit, el desequilibrio externo, la interdependencia monetaria y la Inflación. Eran los modelos apropiados para la economía mundial de los años sesenta, cuando aún no se había derrumbado el sistema de BRETTON WOODS.

Cabe hacer una observación final a esta etapa histórica. Al finalizar la década de los sesenta, nadie parecía sospechar los grandes cambios de la siguiente década. En el Informe de los Directores Ejecutivos del Fondo sobre los problemas del SMI de 1970 se afirma que el Sistema de BW es "correcto" y sus principios "deberían ser mantenidos y reforzados". Ni las autoridades monetarias, ni los economistas que formularon los planes de reforma, ni los teóricos que abordaron la modelización formal estaban preparados para enfrentarse a los graves retos de la crisis de los años setenta.

LA DÉCADA DE LOS SETENTA.

La década de los años setenta es particularmente intensa en acontecimientos monetarios. En esta década el Sistema Monetario Internacional diseñado en Bretton Woods entra en *crisis abierta.* No se impuso la lógica a los males que aquejaban al Sistema, y acabaron por mandar los hechos.

Es cierto que en esta década se aborda oficialmente el tema de la reforma, pero la crisis económica iniciada en octubre de 1973 por el brusco encarecimiento del petróleo, desplaza toda tentativa de reconstruir el SMI, por la urgencia de los problemas a corto plazo. La reforma se pospone para ocasión más propicia. Cuando esta reforma se aborda, se limitará a oficializar lo que en la realidad estaba sucediendo. Se vivió, pues, de pragmatismo en las relaciones monetarias internacionales.

De acuerdo con el propósito de este trabajo de confrontar realidad y teoría económica en la evolución del SMI, en esta etapa de los setenta el protagonismo corresponde a los hechos que modificaron la situación económica básica. A remolque de la realidad caminarán las reformas oficiales y el análisis teórico obligado a abordar nuevos modelos interpretativos.

El funcionamiento real del SMI en esta década está marcado por los siguientes aspectos básicos:

I°) En primer lugar hay que señalar los acontecimientos monetarios del *período 1971-1973,* que nos introducen en la crisis abierta del SMI. La década se inaugura en 1970 con los importantes movimientos de capital a corto plazo que suponen la entrada masiva de dólares en Europa y Japón, que vinieron a agravar los problemas de confianza, ajuste y liquidez que los teóricos habían detectado en el Sistema de BW. En 1971 las tensiones monetarias alcanzan su punto álgido, y el 1 5 de agosto EEUU toma una decisión histórica: La decisión de *no convertibilidad del dólar en oro,* rompiendo así una pieza básica del Patrón Cambios-Oro de BW. Para poner un cierto orden se firman *los acuerdos "Smithsonianos",* con los que se pretende mantener las apariencias del SMI. En febrero y marzo de 1973 continúan las tormentas monetarias, hasta que finalmente, el 1 6 de marzo tiene lugar *la flotación generalizada* de las principales monedas, un hecho fundamental en la década de los Setenta y quizá de toda la historia del SMI. Significa un golpe definitivo al Sistema de BW, roto ahora en sus dos pilares básicos: la no convertibilidad del dólar en oro y el abandono de los tipos de cambio fijos. Sucumbió el Sistema de BW víctima de los hechos y a pesar de su defensa a ultranza por las autoridades del FMI[6].

[6]El Informe Anual del FMI de 1 969, defiende que los cambios que se hagan "deberían preser var las características esenciales del sistema de valores paritarios, que continúa siendo tan beneficioso para el mundo como lo era cuando se redactó hace veinticinco años el Convenio Constitutivo de! Fon do" (pág. 32).

Sobre el roto SMI se proyectó la *crisis del petróleo de 1973,* que tendría dos importantes consecuencias. En primer lugar, la solidez del dólar, el *petro-dólar,* que se reafirmó en su papel de moneda clave del sistema ante la necesidad de seguir utilizándolo, y más que nunca, para financiar los déficit de Balanza de Pagos que dicha crisis generó. En segundo lugar, la crisis vino a sancionar la bondad de los tipos de cambio flexibles para hacer frenta a la crisis energética.

2°) La actividad del FMI en esta década está centrada en tres tareas básicas: *a)* La evolución y asignación de los DEG creados al final de la década de los sesenta que inician su andadura el 1 de enero de 1970, cuando se hizo la primera asignación. Su creación exigió la *Primera Enmienda(PM),* en casi un cuarto de siglo, al Convenio Constitutivo del FMI. La cautela con la que se introdujeron y los acontecimientos que reforzaron el protagonismo del dólar, impidieron que el DEG se convirtiera en el importante activo de reserva que pretendió ser. *b)* La función crediticia del Fondo adquiere una especial relevancia en esta década reflejada en los *servicios financieros* que se introducen[7], que además de las críticas que originó, fue claramente insuficiente para hacer frente a los graves problemas de financiación que generó la crisis del petróleo. c) La actividad dirigida a las reformas oficiales del SMI. Es cierto que en esta década de los 70 se aborda oficialmente el tema de la reforma monetaria, y se crea a tal fin el *"Comité de los Veinte".* Pero a los dos años de trabajo de este Comité, le suceden otros dos del "Comité Interino" que le sustituyó, y otros dos años más de negociaciones hasta que el 1 de abril de 1978 entró en vigor la *"Segunda* Enmienda" (SE) al convenio constitutivo el Fondo. Un largo periodo de gestación y negociaciones, de transitoriedad en el SMI en el que se hace patente la disparidad entre su funcionamiento real y las normas oficiales a las que dicho funcionamiento debía someterse. La crisis económica general, y no solo monetaria, dejaba escaso margen para hacer algo más que "oficializar" lo que estaba sucediendo en la realidad: la consolidación de los tipos de cambio flexibles, el abandono el oro como moneda internacional, la necesidad de potenciar los DEG y fortalecer el FMI serán las novedades más sustanciales de la Reforma Oficial.

3º) La creación del Sistema Monetario Europeo (SME que entró en vigor en la primera mitad de 1979 es la reforma oficial más importante en esta década. Frente a la pasividad del FMI, hay que señalar la voluntad política de cooperación monetaria en el seno de la Comunidad Económica Europea. La creación del SME es un deliberado intento de crear una zona de estabilidad monetaria ante el golpe que, para el proceso de integración europea suponía la flotación generalizada de las monedas. Los elementos principales del SME que se pone en marcha, son tres: a) la creación de una unidad monetaria europea: el ECU, formada por cantidades de las distintas monedas de los países miembros, b) El establecimiento de un sistema o régimen cambiario que determina el mecanismo de estabilización de cambios, conocido como "parrilla de paridades", que será el elemento más importante, dado que incorpora el compromiso de mantener los tipos de cambio dentro de un estrecho margen de fluctuación, c) La creación del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) que atiende a la financiación o facilidades de crédito.

4°) Las transformaciones en el sistema financiero internacional es otro hecho básico en esta década. No puede contemplarse la evolución del SMI sin hacer una referencia obligada a la transformación de los mercados financieros internacionales en la década de los setenta, que pueden resumirse en un proceso creciente de internacionalización, privatización y liberalización de los flujos financieros. Porque la crisis del SMI en esta década coincide con la fase de desarrollo más determinante del mercado de eurodivisas[8]. Se trata de dos procesos con implicaciones recíprocas.

Los efectos que proyecta la evolución de los mercados financieros sobre el SMI, pueden resumirse en cuatro puntos:

a) Fueron el vehículo transmisor de la crisis monetaria. El desarrollo del euromercado facilita los desplazamientos de capitales a corto plazo. Esto vino a complicar el problema de confianza que arrastraba el sistema con los problemas de ajuste y asimetría. Además, la abrumadora presencia del dólar en las transacciones financieras, a través sobre todo del reciclaje de petrodólares, reafirma al dólar en su papel de moneda clave, y aleja la posibilidad de ser sustituido por los DEG como activo de reserva internacional.

[7]El trabajo de J.L FEITO: "Las políticas de ajuste del FMI", en Papeles de Economía Española, n° 1 5, 1 983, presenta, como apéndice, las facilidades financieras del FMI.

[8]Para la evolución del mercado de eurodivisas, resulta básico el trabajo de E. ONTIVEROS: "Mercado de eurodivisas. Análisis de su evolución e implicaciones" Cuadernos Económicos ICE n° 9 1 979 págs. 213-390.

b) La financiación internacional al desarrollo experimenta una transformación radical en la década de los 70, que puede resumirse en dos palabras: Privatización y bancarización de la financiación internacional al desarrollo[9]. El crédito bancano internacional se cuadruplicó en los años 70, y parecía que iba a terminar con las limitaciones y la condicionalidad de la financiación tradicional al desarrollo. Los países en desarrollo tenían una mayor autonomía ante las posibilidades que se les ofrecían de encontrar financiación ¡internaional. El FMI y la agencias internacionales cedieron su protagonismo a favor de las agencias privadas. Cuando en la década de los 80 surja la crisis de la deuda externa, y se cierre el circuito privado de financiación, se dirigirán de nuevo las peticiones de ayuda al FMI, reclamando su papel de arbitro en la crisis generada.

c) El FMI cedió su protagonismo a favor de las agencias privadas a la hora de financiar los desequilibrios en las balanzas de pagos originados por la crisis del petróleo. Fue el mercado de eurodivisas el que hizo posible el proceso de reciclaje y distribución de la liquidez internacional que la elevación del precio del petróleo colocó en manos de los países de la OPEP. Se criticó la pasividad del FMI por no aumentar las cuotas a fin de disponer de una mayor capacidad financiera, en el momento que surge la crisis de energía.

d) El último efecto de las transformaciones financieras tiene una especial relevancia. Nos referimos a la internacionalización de los tipos de interés. El establecimiento de una estructura internacional de tipos de interés que son distintos, aunque interdepedientes, de los tipos de interés nacionales es particularmente interesante en la dinámica realidad-teoría económica. Los mercados de divisas alcanzan una autonomía y vida propia, desde el momento en que los flujos de capital no están vinculados, como en el pasado, a las transacciones corrientes de la Balanza de Pagos. La teoría tradicional de determinación del tipo de cambio, subsumida como vimos en la década de los sesenta en la Teoría de la Balanza de Pagos, perderá capacidad explicativa y predictiva.

La realidad que se impone, como hemos visto, en el panorama económico internacional genera una formidable dinámica de cambio en el campo del análisis teórico. La realidad pilló desprevenidos no solo a los políticos, sino también a los macroeconomistas. La Teoría Macroeconómica no estaba preparada para defenderse de los acontecimientos internacionales de los años 70. Los modelos teóricos heredados de los 60 eran una guía poco adecuada, dado que los stocks de activos fueron ignorados en los modelos flujo Keynesianos para economías abiertas.

El funcionamiento real de los tipos de cambio flexibles no producía los efectos beneficiosos que se esperaban, dado que no garantizaban el equilibrio externo ni hacían posible la independencia y la autonomía de la Política Económica por parte de cada país. Además, las fluctuaciones observadas en el tipo de cambio de las principales monedas tenían una amplitud excesiva. Lo que la evidencia empírica ponía de manifiesto era un comportamiento del tipo de cambio que no se correspondía con las predicciones teóricas. La teoría tradicional del tipo de cambio se reveló poco útil para explicar las variaciones de los tipos de cambio a partir de 1973.

La teoría de determinación del tipo de cambio se convierte en un tema de enorme complejidad que exige un cambio en el enfoque teórico. Antes del establecimiento de tipos de cambio flexibles, la teoría de determinación del tipo de cambio se basaba en el *equilibrio de flujos.* Según este enfoque, el tipo de cambio de una divisa venía determinado por su demanda y oferta, y éstas eran, a su vez, el resultado de los flujos de bienes, servicios y capitales con el exterior. Este enfoque "flujo" tradicional no explicaba el comportamiento real de los tipos de cambio, no explicaba su volatilidad, sus amplias y aparentemente aleatorias variaciones en cortos periodos de tiempo. Ante estos hechos, la atención de los teóricos se desplazó hacia los movimientos de capital como determinantes de lo que pasaba en los mercados de cambios. Los modelos de equilibrio entre "flujos" fueron sustituidos por *modelos de equilibrio entre "stocks"* a la hora de explicar qué hay detrás del tipo de cambio, cuáles son los determinantes del nivel de cotización de una divisa.

[9]Este tema está ampliamente tratado en los trabajos de J. ROSSELLTa evolución de la finan ciación internacional del desarrollo: De Bretton Woods al crédito bancario internacional". Información Comercial Española, n° 636-637, agosto-septiembre, 1986, y R.DEVLIN:"La financiación externa y los bancos comerciales", Revista de la CEPAL, n° 5, 1978, págs. 65-102.

Este nuevo enfoque modelizador, el "enfoque de activos", incorpora una nueva concepción del tipo de cambio, considerado como el precio relativo de dos activos que asume una función teórica nueva: garantizar el equilibrio de stock en los mercados de activos financieros. Incorpora, además, la teoría de la paridad de los tipos de interés, de manera que *la relación entre los tipos de interés y los tipos de cambio* ocupará un lugar destacado en los modelos de mercado de activos. Dichos modelos indican que el tipo de cambio está fuertemente unido a la evolución del tipo de interés. Por último, hay que destacar el papel central de las *expectativas* en el enfoque de "mercado de activos".

Sobre la necesidad de adoptar este nuevo enfoque en el tratamiento teórico del tipo de cambio existió un amplio consenso entre los analistas. El enfoque de "mercado de activos" no niega que haya una demanda de moneda como medio para la realización de pagos externos por la adquisición de bienes y servicios, pero esto tiene muy poco peso frente a la existencia de activos financieros. Son los factores que influyen en lo atrayente de tener activos denominados en diferentes monedas los que más pesan, a corto plazo, en la determinación de los movimientos del tipo de cambio.

En resumen, en el campo teórico de la década de los 70 hay que destacar como aspectos más relevantes los siguientes: *a)* Un claro progreso en el campo de la *modelización macroeconómica.* En la segunda mitad de los años setenta se trabaja intensamente en la formulación de modelos de determinación del tipo de cambio. El predominio en la pluralidad de modelos corresponde al *enfoque monetario*[10]. *b)* También cabe advertir *la interacción entre Teoría y Política Económica.* La modelización de una economía abierta, se convierte en un área de estudio aplicada y orientada a las decisiones de Política Económica. Así, si el análisis teórico estaba dominado por el enfoque monetario del tipo de cambio, los encargados de la política económica deberían centrar su actuación en el control de los agregados monetarios, *c)* Otro aspecto que hay que destacar es el desarrollo del *análisis empírico* o investigación aplicada en la Teoría Macroeconómica. A medida que los modelos van haciendo su aparición, se ven pronto sometidos a la contrastación empírica que hace particularmente intenso y vivo el trabajo teórico.

También hay que dejar constancia de otro hecho: *la pluralidad de modelos y la ausencia de una teoría general de determinación del tipo de cambio.* Sólo se han dado en los años 70 los primeros pasos de una compleja tarea investigadora. Los diversos modelos desde el enfoque de "mercado de activos" han contribuido a arrojar alguna luz sobre la inestabilidad de los mercados cambíanos y han puesto de manifiesto una clara implicación de Política Económica: La necesidad de aplicar políticas monetarias coordinadas por parte de los países para conseguir la estabilidad de los tipos de cambio en un sistema de flotación.

LA DÉCADA DE LOS OCHENTA.

El panorama económico internacional en la década de los 80, presenta como *problemas básicos:* la Inflación, en cuyo control se ha centrado la política económica de los principales países, el lento crecimiento económico y el consiguiente paro, superior al registrado en la década de los 70, los desequilibrios y crisis de las Balanzas de Pagos, las tendencias proteccionistas, reavivadas por la crisis, y la inestabilidad monetaria, reflejada en la fluctuación excesiva de las monedas.

Paro el protagonismo de la crisis económica de los años 80, corresponde a la *crisis de los mercados financieros y cambiónos.* Las perturbaciones en los mercados de divisas ponen de manifiesto su potencial desestabilizador. En opinión de DORNSBUSCH ", vistos desde el inicio de los 80, la década de los sesenta, a la que se juzgaba negativamente por tratarse de una época de inflación e inestabilidad financiera internacional, resultaban ser años de gran estabilidad y progreso. En buena medida, afirma, la situación económica mundial tiene que ver con el olvido de la interdependencia y con la existencia de un sistema de tipos de cambio flexibles.

Para los propósitos de este trabajo creemos necesario destacar, por la dinámica y cambio que generan, cuatro centros de interés en el panorama monetario internacional de los años 80.

[10]El trabajo de C. GÁMEZ: "Teoría monetaria de los tipos de cambio. Evidencia empírica para la peseta", Ed. Universidad de Málaga, 1985, presenta una síntesis de los modelos de determinación de los tipos de cambio, con un cuadro resumen en la pág. 26.

[11]R. DORNBUSCH: "Política monetaria y fiscal en los EEUU". Papeles de Economía Española, n° 15, 1983, págs. 396-407.

l°] La crisis de la deuda externa, que es el resultado de las amplias posibilidades de financiación privada de los años 70. Se gestó en el periodo 1973-1982[12]*,* por las favorables condiciones para el endeudamiento externo: exceso de liquidez en la. banca comercial, bajos tipos de interés y dólares en depreciación. Saltó a la luz pública en 1982, cuando cambiaron estas circunstancias: altos tipos de interés, apreciación del dólar en 1981-1984 y caída del precio de las materias primas en 1980-81.

Si en este campo financiero las agencias oficiales se vieron en alguna medida, desplazadas por las privadas, cuando estalla la crisis se reclama la presencia del Fondo Monetario Internacional, como mediador entre partes, para encontrar soluciones. El Fondo recupera así un protagonismo donde siempre fue más fuerte: ante países débiles o ante situaciones económicas graves. Se trata de un nuevo protagonismo con una cierta transformación en sus funciones básicas. En su política de ajuste adopta el nuevo enfoque de "ajuste estructural", que incorpora un mayor énfasis en medidas estructurales, un giro hacia enfoques más centrados en el medio plazo, tratando de unir financiación y ajuste.

La insuficiencia en el desarrollo de sus funciones básicas y el protagonismo en nuevas funciones, planteó la necesidad de aclarar el papel futuro del Fondo. Sobre este tema existe una visión encontrada entre los distintos grupos de países. Los países desarrollados, con su decisivo poder de voto, no parecían estar dispuestos a reforzar su perdido liderazgo, reduciendo su papel al de asistencia técnica. Esto se confirma en las ya institucionalizadas cumbres del Grupo de los 7 que se realizan al margen del FMI y en las que no se contemplan reformas en el Convenio Constitutivo del Fondo.

2°) La política macroeconómica de EEUU u el comportamiento del dólar es otro inevitable centro de interés en la década de los 80. Su importancia se destaca en los siguientes puntos:

a) En primer lugar, la Política Económica se formula desde los nuevos presupuestos teóricos de la *Economía de la Oferta*[13]*.* Dado que este nuevo enfoque teórico se centra fundamentalmente en los problemas económicos internos, lo que se pone de manifiesto es cómo en un sistema de tipos de cambio flexibles, la política económica de un país se transmite a los demás países dejando sentir sus efectos en la escena mundial. En esta transmisión internacional de efectos se hizo patente la importancia de los flujos de capital y el papel de los tipos de interés en la determinación del tipo de cambio de una divisa.

b) Pero se hizo sobre todo patente otro hecho: las importantes consecuencias a nivel internacional de *la combinación interna de las políticas monetaria y fiscal.* Se toma conciencia de las consecuencias que los déficit públicos elevados producen a nivel internacional, vía tipo de cambio. Se reconoce la importancia del tipo de cambio en el proceso de internacionalización, el conocido "efecto expulsión". Porque los elevados tipos de interés suponen entrada de capitales que elevan los tipos de cambio, y esta apreciación de la moneda agrava los déficit de la Balanza por cuenta comente con un efecto negativo sobre la renta nacional. El predominante interés por el control de los agregados monetarios se extiende a la política fiscal, reconociendo la importancia de su combinación en un sistema de tipos de cambio flexibles.

c) Los efectos externos de la política interna de EEUU son más graves porque el dólar sigue siendo la moneda clave del sistema. Este hecho mantiene en permanente actualidad el tema de la reforma monetaria y el ideal nunca hecho realidad de crear una moneda internacional y una autoridad monetaria mundial.

d) Por último, *el comportamiento del dólar en los años 80* desafía las leyes económicas sobre la determinación del tipo de cambio. El dólar experimenta en la década de los ochenta un proceso de auge y caída en su cotización. La fuerte apreciación del dólar en la primera mitad de los años 80 coincidía con una situación de déficit corriente en la Balanza de Pagos norteamericana, y sin que cambiaran básicamente las circunstancias de los desequilibrios presupuestario y comercial, el dólar inicia su descenso en marzo de 1985. Este comportamiento del dólar va a determinar la importancia que se reconoce a la especulación y la formación de expectativas en el proceso de determinación del tipo de cambio, y en concreto, el interés por la *Teoría de la burbuja especulativa* como explicación de! comportamiento del dólar.

[12] Un análisis detallado del periodo 1973-1982, en el que se gesta la crisis de la deuda externa, puede verse en los trabajos de J. MUNS: "El problema del endeudamiento de los países en vías de desarrollo. Especial referencia a América Latina", Papeles de Economía española, n° 28, 1986 y de F VÁRELA: "Los problemas del endeudamiento internacional", Información Comercial Española, n° 608, abril 1984.

[13] El libro de D.A.STOCKMAN: "El triunfo de la política", explica cómo la economía de la oferta fue Integrada en el programa económico republicano.

3º) El tercer hecho que nos parece necesario destacar se refiere a la disminución en la tasas de crecimiento del comercio internacional. Aunque en los trabajos consultados no se llega a pruebas concluyentes sobre las relaciones causa-efecto entre tipos flexibles y volumen de comercio mundial, sí se admite como una causa más entre otras causas determinantes[14]. En consecuencia, se genera una cierta insatisfacción con la flexibilidad cambiaría. Las apreciaciones y depreciaciones se asocian, en general, con un menor progreso y bienestar económico.

Esta afirmación se argumenta observando *las propuestas de reforma de los años 80,* en las que se generaliza la idea no de volver a paridades fijas, pero sí de recuperar unas ciertas bandas de fluctuación. La atención se dirige a la búsqueda de combinaciones de estabilidad y flexibilidad en la política de tipos de cambio. Se trata, en general, de propuestas realistas y conciliadoras, centradas en la elección del régimen cambiario, tema en el que, por otra parte, el proceso de reforma del Sistema Monetario Internacional parece haberse estancado y la historia ha sido escrita enteramente por los hechos.

Existe un cierto escepticismo ante las propuestas concretas de reforma de esta década. Se señala la dificultad de su viabilidad por la falta de voluntad política para disciplinar la política económica, por la falta de un modelo científico fiable para conocer el tipo de cambio de equilibrio, y porque la mayoría de las propuestas se han basado en el análisis de la política monetaria con exclusión de la política fiscal que empieza a ser introducida en el análisis.

4º) Otro hecho que centra buena parte del interés de políticos y economistas es el funcionamiento, en los años 80, del *Sistema Monetario Europeo.* El éxito que se le atribuye en la reducción de la tasa de inflación le daba prestigio académico y político, y vino a reforzar la orientación que se daba a los planteamientos de reforma centrados, como vimos, en la elección del régimen cambiario, y orientados hacia sistemas de flotación controlada.

Si por un lado tenemos en cuenta la inestabilidad que ha acompañado al régimen de flexibilidad cambiaría, y por otro el éxito que se atribuye a la opción por el sistema de tipos de cambio fijos que incorpora el Sistema Monetario Europeo, se entiende la actualidad, en los años 80, de la vieja discusión teórica en torno a los tipos de cambio fijos o flexibles, que ahora puede contrastarse con el funcionamiento real del sistema. La realidad ha cuestionado las virtudes teóricas de los tipos de cambio flexibles, y en especial la supuesta independencia de las políticas económicas internas, a las que se esperaba ver liberadas, con el régimen de flotación, de las restricciones internacionales.

Este hecho ha cambiado los términos de la polémica "fijos o flexibles". Tanto cuando se trata de hacer coherente a nivel internacional el sistema de flotación, como cuando se trata de asegurar el éxito del Sistema Monetario Europeo, la discusión gira en torno a los *argumentos de coherencia, coordinación, disciplina u credibilidad de la Política Económica* como aspectos básicos del análisis de la reforma monetaria incluso desde posturas diferentes.

En el campo de la investigación teórica y empírica, los años 80 marcan una continuidad con la década de los 70, haciendo cada vez más intensa la interacción realidad-teoría económica. Porque la contrastación a la que se ven sometidos los modelos formulados en los años 70 pone al descubierto ¡a brecha abierta entre la formulación teórica y la evidencia empírica, y esto obliga a los teóricos a abordar nuevas líneas de investigación.

En la cada vez más amplia, compleja y controvertida literatura sobre la determinación del tipo de cambio, creemos que pueden detectarse cinco líneas de investigación en los años 80 [15].

lº) Una línea de investigación se ha dirigido al *análisis de los supuestos,* por si éstos fueran responsables de los malos resultados predictivos de los modelos. Parten de reconocer el hecho de que los distintos supuestos implican un comportamiento distinto de los tipos de cambio.

[14]L.B. YEAGER en su obra: "Relaciones monetarias Internacionales", Alianza Universidad, Madrid, 1984, tomo 1, págs. 460 y siguientes, recoge, en una panorámica histórica, distintos trabajos que ofrecen ejemplos tanto del perjuicio que han supuesto para el comercio los tipos de cambio flexibles, como los casos de un comercio floreciente con tipos de cambio variables. La abundante literatura sobre este tema está recogida en las publicaciones del FMI, sobre todo las relativas a los años 1983-84-85.

[15]El nº 31 de Cuadernos Económicos ICE presenta una visión panorámica del estado de la literatura teórica y empírica sobre la determinación de los tipos de cambio.

2º) Otra línea de trabajo se dirige a *la investigación de las regularidades empíricas* observadas en la evolución real del tipo de cambio, como primer paso para la formulación de modelos teóricos que sean consistentes con dicha realidad. En lugar de partir de la percepción teórica sobre qué variables pueden determinar el tipo de cambio para formular el modelo y someterlo después a contrastación, utilizan el método alternativo de elaboración de la teoría económica de partir de la realidad, utilizando los datos que proporciona la experiencia de los años de cambios flexibles.

3º) Otra línea de investigación es la que gira en torno a la *Teoría de la burbuja especulativa*[16]. El interés creciente por esta línea de investigación se justifica por la alta volatilidad observada en las oscilaciones del tipo de cambio. Ya nos referimos al papel determinante que ha jugado el comportamiento del dólar al que se pretendió atribuir un comportamiento de burbuja. El proceso de formación de expectativas se convierte en el eje central de los análisis, y los mercados de opciones empiezan a ser utilizados como fuente de evidencia empírica.

4°) El enfoque modelizador de la *Teoría de las Expectativas Racionales* es otra línea de trabajo en la permanente búsqueda de los determinantes del tipo de cambio. Desde este enfoque se formulan los *"modelos optimizadores intertemporales de! tipo de cambio".* Estos modelos se construyen sobre fundamentos microeconómicos, aportando a la teoría del tipo de cambio unas bases microeconómicas que no habían sido contempladas. El proceso optimiza-dor, paradigmático en el análisis microeconómico, se extiende al caso de una economía abierta. Además de estas raíces microeconómicas, la novedad del enfoque reside en el hecho de que, recogiendo proposiciones básicas de la Teoría Monetaria del tipo de cambio, revitaliza el enfoque tradicional de flujos.

5º) Por último, puede considerarse iniciada en la década de los 80, una línea de trabajo liderada por MUSSA, que será objeto de un interés creciente en el campo teórico. Refleja un esfuerzo integrador de la *teoría monetaria u real del tipo de cambio.* Es un intento de aproximación a una teoría más general del tipo de cambio, admitiendo que su valor depende tanto de factores reales como monetarios. Se reconoce el hecho de que la evolución real de los tipos de cambio parece no estar de acuerdo con la hipótesis de que el tipo de cambio se determina "solo" por las condiciones de equilibrio de los mercados de activos financieros, o "solo", según los modelos monetarios, por las condiciones de equilibrio de los mercados monetarios. De acuerdo con este carácter integrador de esta línea modelizadora, se van incorporando progresivamente en el análisis los elementos más destacados de las distintas teorías de determinación del tipo de cambio.

LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

La globalización y las crisis financieras vienen a ser los rasgos básicos de la década de los noventa. Las economías nacionales se integran en el marco de la economía internacional, de manera que su evolución va a depender más de lo que suceda en los mercados internacionales que de las políticas económicas dirigidas por los Estados nacionales. El proceso de integración al que nos referíamos en la década de los sesenta, que significaba la apertura económica en cuanto a intercambios de mercancías y servicios, en el contexto de un sistema monetario con tipos de cambio fijos, se ve intensificado con la progresiva desaparición de las fronteras económicas en las décadas siguientes, pero en la década de los 90 se acelera de forma insospechada la unificación de! espacio económico mundial. Entran en la onda globalizadora los países de la antigua URSS, y la cooperación entre el Este y el Oeste sustituye a décadas de confrontación y guerra fría. Los países emergentes del Sudeste asiático compiten con las industrias europeas o norteamericanas. En América Latina se inicia en los noventa la "revolución silenciosa", recuperando la senda del crecimiento, y China se desarrolla a tasas desconocidas.

El impulso definitivo de la globalización en la década de los noventa se apoya en el desarrollo de *dos sectores básicos: los mercados financieros y los medios de comunicación.* La liberación de los movimientos de capital ha integrado los mercados financieros y las bolsas de valores de todo el mundo. La revolución de las comunicaciones permite que los ingentes flujos de capital se muevan por todo el mundo, en el cortísimo plazo, a través de programas informáticos, en busca de beneficios. Cualquier acontecimiento inesperado puede modificar su dirección, dotando de una gran volatilidad a los movimientos de capital. La economía financiera ha sustituido a la economía real.

[16]Al trabajo pionero de DORNBUSCH, que aplicó el concepto de burbuja racional al caso del dólar (1982) siguieron los trabajos de KRUGMAN (1985) y de FRANKELy FROOT (1986). básicos en esta línea de investigación·

Las transacciones de los mercados monetarios y financieros pueden representar alrededor de 50 veces el valor de los intercambios comerciales y más de un billón de dólares son cambiados cada día en los mercados de divisas mundiales. Frente a la globalización, las economías nacionales se manifiestan impotentes, y la intervención de los Bancos Centrales en los mercados de divisas viene a ser inoperante ante los movimientos de miles de millones de dólares capaces de hacer caer a las monedas más fuertes.

La globalización no solo ha intensificado la interdependencia, sino que ha venido a hacer más patente la marginación de los países más atrasados, que no se benefician del proceso de globalización. Los excesos de la globalización son objeto de Interés creciente, porque su progresiva aceleración ha traído un aumento de las desigualdades y la amenaza sistémica de la pobreza de un mundo cada vez más globalizado. La globalización puede multiplicar los recursos, pero crea un riesgo constante de inestabilidad financiera y de marginación.

Las crisis financieras que han sacudido a distintas regiones del mundo, afectando sobre todo a países emergentes, constituye un rasgo básico de los años 90. Presentes en la escena financiera internacional en ¡as dos últimas décadas, presentan en la de los 90, no solo mayor intensidad, sino unas características específicas y diferenciadoras[17]. La liberación y movilidad de! capital en la que tanto se avanzó en los primeros años de la década, la creciente globalización a la que nos hemos referido y la revolución de la tecnología de la información han dado a las crisis de los noventa unas características propias.

Las crisis de los mercados financieros han tenido tres episodios básicos en los años 90: La crisis de *México* en 1994-95, la crisis *asiática* de 1997-98 y la crisis de *Brasil* en 1999.

La crisis de México desencadenada en 1994, pasará a la historia como la primera crisis financiera de la economía globalizada. Doce años antes, en el verano de 1982, también le correspondió a México el inicio de la crisis de la deuda externa. M. CAMDESSUS, entonces director gerente del FMI, describió la situación de México como la primera crisis de un mundo nuevo con mercados financieros globalizados, y al *efecto contagio,* "efecto tequila", la repercusión en cualquier zona del mundo por alejada que estuviera tanto geográfica como económicamente, como la primera crisis del siglo XXI, por sus características nuevas, que amenazaban con repetirse en el futuro. Porque la crisis mexicana no se debía a las causas macroeconómicas como venía siendo habitual en las crisis anteriores. México había firmado en 1993 el Tratado de Libre Comercio junto con EEUU y Canadá, avanzaba con rapidez hacia la apertura y la ortodoxia económica, y, en cuestión de días, se vino abajo el milagro económico mexicano. El peso mexicano se devaluó un 60 por ciento y arrastró al resto de las economías emergentes de la zona, generando una situación de anarquía financiera en la que los fundamentos económicos de un país, la situación de sus equilibrios básicos no son lo más importante para saber cómo le va a su moneda.

La causa técnica del desastre se situaba en el abultado déficit por cuenta corriente, generado por el fuerte desequilibrio en la balanza comercial y financiado por entradas de capital extranjero a corto plazo. Las mas altas tasas de interés en EEUU y la desconfianza generaron los movimientos de capital, una ola de especulaciones monetarias con efectos desestabilizadores sobre las finanzas globales, que amenazan y pueden desequilibrar a las economías nacionales de distintos rincones del mundo.

La crisis asiática, iniciada en Tailandia a mediados de 1997, venía a producirse en los países conocidos como los "tigres asiáticos" por los éxitos espectaculares de sus economías que crecieron durante tres décadas a más del 5 por ciento anual. La crisis de los países del sudeste asiático tampoco tuvo su origen en desequilibrios macroeconómicos y no pudo detectarse su comienzo. En el informe del FMI sobre "Perspectivas de la Economía Mundial", en 1997, se advierten problemas en Tailandia, Corea, Indonesia y hasta en Japón, pero no la crisis que se desencadena ese mismo año. La economía mundial debería crecer según las previsiones del Fondo, en torno a un 4,5 por ciento en 1998. En las estimaciones del Fondo para ese mismo año, la economía de Indonesia caerá un 1 5 por ciento, la de Corea del Sur un 7 por ciento y la de Tailandia un 8 por ciento.

El origen de la crisis asiática hay que situarlo en la entrada de elevados flujos de capital que hacía posible la libertad de circulación de capitales. En los primeros años de la década de los noventa se produce un considerable aumento de los flujos financieros hacia los países emergentes, buscando la más alta rentabilidad en estos mercados. Los bajos tipos de interés en EEUU, Japón o Alemania, permitían a los agentes pedir prestado a bajo precio en sus países de origen para invertir en estos mercados emergentes.

[17]Para el análisis de las crisis financieras es básico el trabajo de M. VÁRELA PARACHE: "Las crisis y el Sistema Financiero Internacional", Revista de Economía Mundial, n° 1, 1999, págs. 163-182.

Estas entradas masivas de capital a corto plazo, supone un fuerte aumento de la deuda exterior en estos países, lo que hace a sus economías muy vulnerables a la pérdi-dad de confianza de los inversores internacionales, y esta falta de confianza se convierte así en la causa más próxima de la crisis asiática. Porque en la sociedad mediática no es necesario que las cosas ocurran: basta con que parezca que van a ocurrir.

Las crisis financieras de los noventa continúan con las que afectan a *Rusia y Brasil.* Rusia, que ha estado en una espiral de retroceso durante la mayor parte de la década, en agosto de 1998 decidió la suspensión de sus pagos exteriores y se derrumbó el rublo. En Brasil estalla la última crisis de los 90. Es cierto que en el verano de 1998, las crisis asiática y rusa habían sembrado la intranquilidad en los mercados financieros, pero Brasil avanzaba cuando fue víctima de una fuerte retirada de reservas exteriores. El país tenía una situación bastante sólida, pero se desvaneció en una semana. Brasil no pudo hacer frente a la pérdida de reservas necesaria para mantener la cotización de su divisa y tuvo que pedir ayuda al FMI y someterse a un plan de ajuste ortodoxo.

En resumen, las crisis financieras de los 90, han puesto de manifiesto el carácter volátil e imprevisible de los movimientos de capitales, que son una amenaza del mundo globalizado.

Junto a la globalización y las crisis financieras, el funcionamiento del *Sistema Monetario Europeo,* que culmina con la entrada en vigor el 1 de enero de 1999 de la Unión Monetaria es otro hecho básico en la década de los noventa. La Unión Europea es un tipo de unión sin precedentes históricos, porque no se realiza bajo una única autoridad política, sino por el acuerdo entre países que renuncian a su independencia monetaria, conservando su soberanía política. A pesar del escepticismo y dudas que acompañan a este proceso de unión, porque los problemas de credibilidad son más preocupantes cuanto mayor es la fuerza y volatilidad de los mercados, se concluye, al final de los 90, el largo camino hacia la unión monetaria europea.

El funcionamiento del Sistema Monetario Europeo en la década de los 80, fue determinante para que en el Tratado de MAASTRICH de 1992 se estableciera el calendario con las condiciones y las fechas clave en el proceso de implantación de la moneda única. Porque lo más importante del SME y su mecanismo de cambios fue el compromiso de apoyo recíproco en los mercados de divisas para mantener los tipos de cambio en los límites acordados de fluctuación. Las crisis por las que atraviesa el SME tienen precisamente su origen en la dificultad de mantener este compromiso. Cualquier acuerdo de estabilidad cambiaría es más difícil de mantener en condiciones de absoluta libertad de movimientos de capital. Las transformaciones del mercado de divisas y los avances de la integración hacían cada vez más difícil el funcionamiento del SME con bandas estrechas de fluctuación. Pero de estas dificultades salió fortalecida la unión monetaria. Se puede decir que estas dificultades fueron un impulso para el proceso de unión, porque venían a hacer inevitable la moneda única. Sin ella, no podía haber seguido adelante la unión económica y el mercado único.

El panorama de crisis y transformaciones en el Sistema Financiero Internacional ha introducido nuevos planteamientos y nuevos elementos de análisis en el *campo teórico.* Hay que destacar, en este sentido, el protagonismo del *mercado de divisas,* único mercado internacional realmente integrado. Un mercado donde el impacto de la revolución en las comunicaciones y en los procedimientos operativos informatizados ha sido tan fuerte, que lo han convertido en *"un mercado universal, instantáneo y perfecto, en el que confluyen, más que en ningún otro, todas las tensiones políticas y económicas que los medios de información nos hacen llegar todos los días"*[18]. Un mercado dominado por la volatilidad, donde ia predicción a corto plazo resulta prácticamente imposible. Un mercado donde predominan las decisiones especulativas, puramente cambistas, sobre las decisiones apoyadas en las *"razones fundamentales"* que predicen los modelos teóricos. Los operadores en dicho mercado tratan de averiguar, al tomar sus decisiones, cómo va a reaccionar el mercado ante las noticias que esperan que van a producirse. Tratan de anticiparse a las anticipaciones de los demás.

Desde un planteamiento más técnico, las crisis financieras de los 90, obligan a plantearse la necesidad de una nueva arquitectura financiera internacional[19] donde deben jugar un nuevo papel los organismos internacionales. Porque la globalización está dejando descolocados a los gobiernos y a las instituciones multilaterales. El informe sobre el desarrollo mundial 1998-99 del Banco Mundial está dedicado a explicar cómo las posibilidades de crecimiento de los países emergentes y en desarrollo, así como su engarce con la economía global, se ve dificultada por carencias en las estructuras institucionales, de manera que para que existan mercados eficientes, se necesitan instituciones eficientes.

[i8]L.M. LINDE: "Los mercados de divisas: virtualidad del SME y posibilidades de la moneda única europea". Papeles de Economía Española, n° 65, 1995, pág.51.

[19]Entre otras publicaciones, cabe citar la de M. CUITIAN: "La búsqueda de! orden por medio de la arquitectura", Economistas, Colegio de Economistas de Madrid, n° 80, 1998.

Aunque las críticas al FMI y la reforma del SMI ha sido un tópico permanente, la necesidad de restaurar mecanismos estables de cooperación monetaria es mayor cuanto mayor es la integración y la interdependencia monetaria internacional. El FMI tiene un recobrado protagonismo en la década de los 90 como gestor de las crisis financieras. Gestionó con éxito la crisis de México, ayudado por EEUU, pero fue objeto de una nueva modalidad de crítica, la crítica del *"riesgo moral".* Si hasta este momento las críticas se dirigían a sus severos programas de ajuste, ahora se le acusa de apoyar a gobiernos ineficaces o corruptos, que merecerían un escarmiento que sirviera de advertencia a inversores arriesgados.

En la crisis asiática, la lección histórica es que no respondió a las medidas de solución convencionales. El FMI fracasó en su papel de gestor de las crisis. Estallan las crisis de Corea del Sur, Tailandia, Indonesia o Rusia. El FMI elabora programas de ajuste para estos países y no funcionaron, aunque sí habían funcionado en la década pasada y en México en 1994. El FMI condicionó su ayuda financiera a políticas macroeconómicas con los tres ingredientes básicos de su receta: austeridad en el gasto público, subida de los tipos de interés para frenar la fuga de capitales y una fuerte devaluación de la moneda para impulsar las exportaciones y desalentar las importaciones. Así, en Tailandia, la tasa de interés superó el 40 por ciento, la caída del PIB fue de un 8 por ciento y hasta a un 42 por ciento llegó la devaluación de su moneda. Lo que sucedió fue que estas duras políticas macroeconómicas, en vez de restablecer la confianza de los inversores, verdadera causa de la crisis, la minaron aún más.

A pesar del clima hostil hacia el FMI en la década de los 90, se reconoce su importancia en su cometido fundamental: la estabilidad económica mundial. Se reconoce la necesidad de su adecuación a la nueva arquitectura financiera mundial, porque se ha quedado viejo en medio siglo de existencia. Se necesita un nuevo paradigma para el FMI que incorpore un fuerte componente social, porque la mayor preocupación, como ha afirmado M. Camdessus, es la *"amenaza sistémica de la pobreza".*

En el campo teórico se ha desarrollado un amplio debate sobre las crisis financieras, sus orígenes y sus características, pero sobre todo sus vías de contagio, que pueden conducirlas a crisis sistémicas.

Las crisis, tanto de México como de los países asiáticos han llevado a examinar no solo el papel de las variables económicas fundamentales o el papel de políticas económicas equivocadas, sino las dificultades que puede generar una salida masiva de capitales ante cambios en las expectativas. Las crisis son más difíciles de prever y más difíciles de tratar[30]. La presencia de tipos de cambio inadecuados en las crisis financieras, ha orientado los estudios al análisis de las crisis cambiarías y se han elaborado índices de presiones especula-tivas en los mercados.

Los estudios que más se han desarrollado en la década de los noventa son los estudios sobre las vías de contagio financiero internacional[21]. Estos estudios tratan de distinguir entre dos tipos de contagio: Los originados en las variables fundamentales de un país y los contagios a través de ataques especulativos, que tienen su origen en un cambio de expectativas. Se distinguen, en consecuencia, dos enfoques, y se habla de modelos de primera generación y de segunda generación. Estos estudios, aún en fase de ejecución, tratan de identificar las características que hacen a un país más vulnerable al contagio, y, aunque no presenten resultados concluyentes, sí permiten distinguir al menos, entre países que sufrieron el contagio y los que no sufrieron presiones en el mercado de cambios, o no se desplomaron ante las presiones.

Los análisis teóricos más generales siguen manteniendo en el centro del análisis, la relación entre las variaciones del tipo de cambio y la evolución de los tipos de interés. Porque, en definitiva, las oleadas especulativas presionan sobre los tipos de interés y los tipos de cambio. En unos casos, es decir, en unos países, provocan subidas de los tipos de interés y depreciaciones cambiarías, y, en otros, presionan al alza los tipos de interés con apreciaciones en el tipo de cambio. La relación entre tipo de cambio, tipo de interés e inflación sigue siendo el núcleo del análisis teórico.

Recordamos que la década de los noventa finaliza con la puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea, que puede servir de modelo: *El euro* impide que las crisis financieras de origen externo produzcan bandazos de los tipos de interés y los tipos de cambio de los países de la Unión. En este sentido, una moneda única para algún otro subconjunto de países podría contar con argumentos a su favor.

[20]Es importante en este punto, el trabajo de S. SHARMA: "El desafío de predecir las crisis eco nómicas". Finanzas y desarrollo. Junio de 1999.

[21]La publicación del FMI: "Perspectivas de la Economía Mundial", mayo de 1999, dedica el ca pítulo III al "contagio financiero internacional

Terminamos reconociendo la importancia de los factores institucionales en el análisis económico. Porque sigue en pie, al finales del siglo XX, el tradicional dilema entre intervención pública y mercado. Una intervención para dotar de reglas de juego a los mercados, para aportar la confianza que necesitan hoy las economías. Porque la instalación de la incertidumbre puede tener un efecto superior al de cualquier relación empírica. Los retos del futuro estarán en el papel de gobiernos e instituciones internacionales para el buen funcionamiento de una economía globalizada.